

## ANALISA PERBANDINGAN KINERJA KEUANGAN SEBELUM DAN SESUDAH MERGER DENGAN MENGGUNAKAN METODE FINANCIAL VALUE ADDED (FVA)

RAKHMI INDAH HERDINI

NADIA ASANDIMITRA

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,

Kampus Ketintang Surabaya 60231

Email : [Indahherdini@yahoo.com](mailto:Indahherdini@yahoo.com)

**Abstract :** *The purpose of this research is to find out whether there is any different of the financial performance before and after the merger of PT Bentoel Internasional Investama Tbk with using metode financial value added (FVA). The result proved that there was no difference with the financial performance before and after merger using Financial Value Added (FVA) caused by a decrease in the average value of NOPAT and increased depreciation value and the average value of Equivalent Depreciation after a merger. In addition, the increase in raw material prices and declining sales in 2012, making the average value of FVA after the merger becomes smaller than before the merger. This shows that the company has not been able to create the maximum contribution of fixed assets. So it can not obtain the maximum benefit for the company and the investors. By decreasing the value of FVA after the merger, the company did not get the synergies of merger is done. It also means that the purpose of the merger of PT Bentoel International Investama cigarette is to strengthen the business can not be achieved .*

**Keywords:** *financial performance, merger, and FVA.*

### PENDAHULUAN

Adanya persaingan bebas dan globalisasi yang membuat segala kemudahan dalam melakukan perdagangan menjadikan persaingan antara industri di Indonesia maupun di dunia semakin ketat. Hal itu menuntut setiap perusahaan untuk memiliki strategi dalam mempertahankan kelangsungan perusahaannya serta untuk berkembang dan mempunyai daya saing agar tidak tersingkir dalam persaingan bebas yang ada saat ini. Salah satu strategi yang dapat ditempuh perusahaan adalah dengan melakukan ekspansi (perluasan usaha), baik dalam bentuk ekspansi internal maupun ekspansi eksternal.

Ekspansi eksternal dapat dilakukan dengan penggabungan usaha-usaha yang ada (merger dan konsolidasi), atau dengan membeli perusahaan (akuisisi) (Husnan dan

Pudjiastuti, 2012: 395). Menurut Moin (2007: 8), merger menunjukkan penggabungan dua perusahaan atau lebih, dan kemudian tinggal nama salah satu dari perusahaan yang bergabung. Kegiatan merger dan akuisisi di Indonesia telah berlangsung sejak tahun 1970, yang dilakukan oleh bank-bank dengan harapan dapat memperkuat struktur modal dan memperoleh keringanan pajak. Transaksi akuisisi pertama yang terjadi di pasar modal Indonesia adalah transaksi akuisisi yang dilakukan oleh PT Jakarta International Hotel Development melalui pembelian 100% saham PT Danayasa Arthatama pada tahun 1990.

Poposki (2007) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa merger dan akuisisi di industri asuransi Eropa sebagian besar didorong oleh tujuan-tujuan ekonomi

dan mempunyai efek menguntungkan pada efisiensi dalam industri asuransi. Salah satu penelitian yang mendukung pernyataan ini adalah Zulvina (2010) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa kinerja keuangan PT Unilever Indonesia Tbk setelah melakukan merger dengan PT Knorr Indonesia mengalami peningkatan, dan PT Unilever Indonesia Tbk juga telah mampu menciptakan sinergi dari merger yang dilakukannya. Seharusnya, kegiatan merger memberikan manfaat bagi perusahaan yang melakukannya.

Namun, pada kenyataannya perusahaan-perusahaan yang melakukan merger tidak selalu mendapatkan manfaat, misalnya adalah Payamta dan Setiawan (2004) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa merger dan akuisisi tidak memberikan sinergi bagi perusahaan dan perusahaan juga tidak mencapai motif ekonomi. Salah satu penelitian yang mendukung pernyataan ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Viverita (2008), dalam penelitiannya menyebutkan bahwa merger tidak meningkatkan kemampuan bank untuk mendapatkan keuntungan jika dilihat dari ROA, laba atas ekuitas, *net interest margin*, rasio kecukupan modal dan *non-performing loans*. Merger juga tidak dapat meningkatkan kemampuan bank untuk melaksanakan fungsi sebagai lembaga perantara, ditunjukkan oleh penurunan rasio pinjaman untuk deposito yang dikumpulkan dari nasabah.

Salah satu perusahaan di Indonesia yang melakukan merger adalah PT Bentoel Internasional Investama dengan PT British American Tobacco (PT BAT Indonesia) yang dilakukan pada tanggal 29 Desember 2009 (BEI,idx.co.id). PT Bentoel Internasional Investama merupakan perusahaan yang memproduksi rokok di Indonesia, sedangkan PT BAT

Indonesia adalah perusahaan yang memproduksi tembakau. Penggabungan kedua perusahaan tersebut dilakukan melalui metode penyatuan kepentingan (*pooling of interest*) sesuai standar akuntansi keuangan dan ketentuan hukum yang berlaku. Laba usaha PT Bentoel Indonesia Investama pada tahun 2008 sebesar Rp 410.139.935.334 mengalami kenaikan dibandingkan tahun 2007 yaitu sebesar Rp 343.319.235.437 (Laporan Keuangan PT Bentoel Internasional Investama 2008: 4).

Hal ini menunjukkan bahwa kondisi keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk sebelum merger, yaitu pada tahun 2008 cukup baik. Tujuan Penggabungan usaha yaitu untuk memperkuat bisnis rokok keduanya. Menurut PT BAT Indonesia dalam statementnya bersama PT Bentoel Internasional Investama, kombinasi market share dari dua perusahaan diprediksikan akan mencapai 8 persen. Rencana merger ini disampaikan usai BAT mencaplok saham Bentoel sebesar 99,74 persen pada bulan Juli 2009 lalu. Setiap saham BATI akan ditukar untuk 7,68 saham Bentoel. Setelah merger, aset Bentoel akan naik menjadi Rp 4,90 triliun dari Rp 2,35 triliun (kompas.com).

Merger dari PT Bentoel Internasional Investama dengan PT BAT ini menarik untuk diteliti karena PT Bentoel Internasional Investama merupakan perusahaan pertama di Indonesia untuk memproduksi rokok kretek filter buatan mesin dan membungkus kotak rokoknya dengan plastik. Inovasi-inovasi ini kemudian menjadi standard pada industri tembakau nasional. Sedangkan PT BAT sendiri adalah perusahaan penghasil tembakau. Hal ini berarti penggabungan usaha diantara kedua perusahaan merupakan kombinasi yang baik terutama dalam hal efisiensi produksi dan pemasaran.

PT BAT Indonesia sebagai penyedia tembakau dan PT Bentoel Internasional Investama sebagai perusahaan yang memproduksi rokok. Sehingga, PT Bentoel Internasional Investama tidak perlu kesulitan mencari tembakau yang mana merupakan bahan utama dari pembuatan rokok. Alat ukur utama untuk mengevaluasi kinerja keuangan perusahaan dalam kegiatan investasi yang umumnya digunakan oleh para investor adalah metode rasio keuangan khususnya rasio profitabilitas. Kelebihan pengukuran dengan menggunakan rasio keuangan adalah kemudahan dalam perhitungannya selama data historis tersedia. Kelemahan dari pengukuran berdasarkan data akuntansi adalah rasio-rasio tersebut dihasilkan dari nilai buku. Dengan demikian, nilainya tidak mencerminkan nilai yang ada di pasar (Iramani dan Febrian, 2005).

Untuk menyempurnakan penilaian kinerja keuangan dengan menggunakan metode *financial ratio*, muncul suatu metode pengukuran kinerja keuangan berbasis nilai tambah yang mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta manakala perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi dan biaya modal, yaitu EVA. EVA adalah laba bersih operasional sebelum bunga tetapi setelah pajak (NOPAT), dikurangi biaya modal berdasarkan WACC dikali *invested capital* (De Wet dan Hall, 2004:42 dalam Iramani, 2005). Alat ukur kinerja keuangan yang relatif baru jika dibandingkan dengan *financial ratio* selain EVA adalah *financial value added* (FVA). FVA mengukur kinerja dan nilai tambah perusahaan dengan mempertimbangkan kontribusi *fixed assets* dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan (Iramani dan Febrian, 2005).

FVA dihitung dengan cara mengurangi laba bersih setelah pajak namun sebelum penyusutan dengan *Equivalent Depreciation* (ED) yang merupakan total pembiayaan keuangan yang ditanggung oleh perusahaan dari investasinya, yaitu anuitas konstan dari investasi (Rodriguez *et.al*, 2002). Di Indonesia belum banyak penelitian mengenai kinerja keuangan dengan menggunakan FVA sebagai alat ukur. Untuk itu peneliti ingin menggunakan alat ukur FVA untuk mengetahui apakah merger yang dilakukan PT Bentoel Internasional Investama Tbk akan meningkatkan kinerja keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk. Penilaian kinerja dilakukan dengan menggunakan FVA. Merger kedua perusahaan ini dilakukan pada tahun 2009. Sehingga penting dilakukan penelitian mengenai kinerja keuangan sebelum dan sesudah merger PT Bentoel Internasional Investama Tbk selama 3 tahun sebelum merger yaitu 2005-2008 dan 3 tahun sesudah merger yaitu tahun 2010-2012. Dimana tahun 2009 merupakan tahun netral, karena pada tahun ini kedua perusahaan baru bergabung dan melebur menjadi satu.

## KAJIAN PUSTAKA

### Ekspansi

Ekspansi dapat diartikan sebagai perluasan modal, baik modal kerja saja, maupun modal kerja dan modal tetap, yang digunakan secara tetap dan terus menerus didalam perusahaan (Riyanto, 2001: 301). Ekspansi dapat dilakukan dengan ekspansi internal yaitu menambah kapasitas pabrik, menambah unit produksi, menambah divisi baru, dan sebagainya, tetapi juga dapat dilakukan dengan ekspansi ekstern yaitu dengan menggabungkan dengan usaha yang telah ada (merger dan konsolidasi) atau

membeli perusahaan yang telah ada (akuisisi) (Husnan dan Pudjiastuti, 2012: 395).

### **Penggabungan Usaha**

Penggabungan usaha merupakan salah satu strategi untuk mempertahankan kelangsungan hidup dan mengembangkan perusahaan (Payamta dan Setiawan, 2004: 268). Penggabungan usaha dapat dilakukan dengan penggabungan usaha-usaha yang sudah ada (merger dan konsolidasi), atau dengan membeli perusahaan (akuisisi) (Husnan dan Pudjiastuti, 2004).

### **Merger**

Merger adalah penggabungan dua atau lebih perusahaan yang kemudian hanya ada satu perusahaan yang tetap hidup sebagai badan hukum, sementara yang lainnya menghentikan aktivitasnya atau bubar (Moin, 2007). Sedangkan menurut Sudana (2009: 237), merger adalah penggabungan dua perusahaan yang ukurannya tidak sama dan hanya satu perusahaan yang tetap *survive*, yaitu perusahaan yang lebih besar. Sedangkan perusahaan yang lebih kecil melebur kedalam perusahaan yang besar. Dengan istilah lain merger adalah  $A+B=A$  atau  $B$ .

### **Akuisisi**

Akuisisi adalah penggabungan dua perusahaan yang mana perusahaan akuisitor membeli sebagian saham perusahaan yang diakuisisi, sehingga pengendalian manajemen perusahaan yang diakuisisi berpindah kepada perusahaan akuisitor, sementara kedua perusahaan masing-masing tetap beroperasi sebagai suatu badan hukum yang berdiri sendiri (Sudana, 2009: 246).

### **Konsolidasi**

Konsolidasi adalah bentuk khusus merger dimana dua atau lebih perusahaan bersama-sama melaburkan diri dan membentuk perusahaan yang baru. Dalam konsolidasi, ukuran perusahaan bukanlah hal yang signifikan karena semua perusahaan yang bergabung akan bubar. Dilihat dari segi yuridis dan operasional saat proses restrukturisasi konsolidasi cukup rumit karena masing-masing perusahaan yang bergabung harus menanggalkan status yuridis, menghentikan saham yang mereka miliki, menata struktur organisasi baru, mengurus status hukum baru, dan menerbitkan saham yang juga baru (Moin, 2007).

### **Kinerja Keuangan**

Kinerja keuangan adalah penentuan secara periodik efektivitas operasional suatu organisasi, bagian organisasi dan karyawannya berdasarkan sasaran, standar dan kriteria yang ditentukan sebelumnya. Jadi kinerja keuangan perusahaan merupakan suatu keadaan keuangan yang merupakan hasil dari kegiatan operasional perusahaan selama periode tertentu, yang dapat menunjukkan keberhasilan dan kegagalan manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan. Hasil kinerja keuangan perusahaan nantinya berakibat pada keputusan investor dalam menanamkan dananya (Mulyadi, 2001: 415).

### **Laporan Keuangan**

Laporan keuangan adalah suatu penyajian terstruktur dari posisi keuangan dan kinerja keuangan suatu entitas (PSAK 2012). Sedangkan menurut Munawir (2004: 2), laporan keuangan pada dasarnya adalah hasil proses akuntansi yang dapat dipergunakan sebagai alat untuk berkomunikasi antara data

keuangan atau aktivitas suatu perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan dengan data atau aktivitas perusahaan tersebut.

### Merger dan Kinerja Keuangan

Menurut Moin (2007: 308), setelah dilakukannya merger, ukuran perusahaan akan bertambah besar karena aset, kewajiban dan ekuitas perusahaan digabung bersama. Dengan bertambahnya ukuran dan ditambah dengan sinergi yang dihasilkan dari gabungan aktivitas-aktivitas simultan, maka secara logis laba perusahaan juga akan meningkat. Oleh karena itu kinerja keuangan perusahaan setelah merger seharusnya semakin baik dibandingkan dengan sebelum merger.

Menurut Zulvina (2010: 114), kinerja keuangan perusahaan setelah melakukan merger mengalami peningkatan, hal ini berarti bahwa setelah melakukan merger perusahaan mampu memperoleh sinergi dari kegiatan merger yang dilakukannya. Sedangkan menurut Novaliza dan Djajanti (2013: 14) Tidak ada perbedaan kinerja keuangan perusahaan sebelum dan sesudah melakukan merger, merger dan akuisisi yang dilakukan tidak memberikan manfaat ekonomis bagi perusahaan. Motif sinergi yang dapat menghasilkan peningkatan ekonomi perusahaan setelah melakukan merger dan akuisisi ternyata bukanlah menjadi faktor utama perusahaan dalam melakukan merger dan akuisisi erdapat pertimbangan lain seperti penyelamatan perusahaan dari kebangkrutan, motif pribadi atau alasan lain.

### Analisis *Financial Value Added* (FVA)

*Financial Value Added* (FVA) merupakan metode baru dalam mengukur kinerja dan nilai tambah

perusahaan. Metode ini mempertimbangkan kontribusi dari fixed assets dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan. Secara sistematis pengukuran FVA dinyatakan sebagai berikut (Iramani, 2005: 7).

Langkah-langkah perhitungan FVA : Pertama, menghitung NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*). NOPAT merupakan laba operasi perusahaan setelah pajak dan mengukur laba yang diperoleh perusahaan dari operasi berjalan. Menurut Bringham dan Houston (2006) dalam Iramani (2005), NOPAT dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1-t)$$

Dimana :

t = tax atau pajak

Kedua, menghitung Depresiasi. Depresiasi atau penyusutan adalah sebagian dari harga perolehan aktiva tetap yang secara sistematis dialokasikan menjadi biaya tetap periode akuntansi (Baridwan, 2004: 305). Ketiga menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (*Weight Average Cost of Capital-WACC*). Dalam praktek, pembiayaan atau pendanaan yang digunakan perusahaan diperoleh dari berbagai sumber. Dengan demikian biaya riil yang ditanggung oleh perusahaan merupakan keseluruhan biaya untuk semua sumber pembiayaan yang digunakan, dimana perhitungannya dapat menggunakan rumus berikut (Iramani dan Febrian, 2005):

$$W_d \cdot K_d (1 - t) + W_s \cdot K_s$$

$$W_d = \frac{\text{hutang jangka WACC panjang}}{\text{Total modal}}$$

$$W_s = \frac{\text{Total modal saham}}{\text{Total modal}}$$

Dimana:

WACC = Biaya modal rata – rata tertimbang

$W_d$  = Proporsi hutang jangka panjang dalam struktur modal

$K_d$  = *Cost of debt*



Ws = Proporsi saham biasa dalam struktur modal

Ks = Tingkat pengembalian yang diinginkan investor

t = Pajak

Keempat, menghitung ED (*Equivalent Depreciation*). Menurut Iramani dan Febrian (2005), ED merupakan nilai sekarang (*Present Value*) dari penyusutan. Sehingga ED dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$ED = PV \text{ Depresiasi} = \frac{\text{depresiasi}}{1+WACC}$$

### Perhitungan FVA

FVA merupakan metode baru dalam pengukuran kinerja keuangan. Metode ini mempertimbangkan kontribusi dari fixed assets dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan

$$FVA = NOPAT - (ED - D)$$

Dimana :

FVA = *Financial Value added*

NOPAT = *Net Operating Profit After Taxes*

ED-D = *Equivalent Depreciation - Depreciation*

Interpretasi dari hasil pengukuran FVA dapat dijelaskan sebagai berikut: Perusahaan tentunya akan berusaha untuk memiliki nilai tambah financial bagi perusahaan dimana  $FVA > 0$ , hal ini terjadi manakala keuntungan bersih perusahaan dan penyusutan dapat mengcover *equivalent depreciation* atau  $(NOPAT+D)$  lebih besar dari ED. Jika ini tercapai maka perusahaan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham karena NPV akan bernilai positif. Dengan menggunakan konsep *Break Even Point* (BEP), maka berdasarkan pengukuran FVA di atas, dapat diketahui pada tingkat penjualan berapa unit perusahaan akan mencapai BEP. Dari interpretasi FVA telah diketahui bahwa perusahaan menunjukkan posisi impas pada saat  $FVA = 0$

### Keunggulan dan Kelemahan FVA

Menurut Iramani dan Febrian (2005:9), Keunggulan FVA dibanding EVA adalah (1) jika ditilik ulang konsep NOPATD, FVA melalui definisi *Equivalent Depreciation* mengintegrasikan seluruh kontribusi aset bagi kinerja perusahaan, demikian juga *opportunity cost* dari pembiayaan perusahaan. Kontribusi ini konstan sepanjang umur proyek investasi (2) FVA secara jelas mengakomodasi kontribusi konsep *value growth duration* (durasi proses penciptaan nilai) sebagai unsur penambah nilai. Unsur ini merupakan hasil pengurangan nilai *Equivalent Depreciation* akibat bertambah panjangnya umur aset dimana aset bisa terus berkontribusi bagi kinerja perusahaan. Dalam konsep EVA, proses ini tidak secara jelas dijabarkan. (3) FVA mengedepankan konsep *Equivalent Depreciation* dan *Accumulated Equivalent* tampaknya lebih akurat menggambarkan *financing costs*. Lebih lanjut, FVA mampu mengharmonisasikan hasilnya dengan konsep NPV tahun per tahun, dimana NPV setidaknya saat ini dianggap sukses mengukur proses penciptaan nilai (4) Dengan berbasis pada definisi EVA yang sudah dikenal luas, FVA memberi solusi terhadap mekanisme kontrol dalam periode tahunan, yang selama ini merupakan kendala bagi konsep NPV. EVA dan FVA sama-sama mampu menyelaraskan *output*-nya dengan hasil NPV, dalam bentuk periode yang terdiskonto, namun FVA memberi *output* yang lebih maju dengan berhasil melakukan harmonisasi hasil dengan NPV dalam ukuran tahunan. Oleh karena itu, FVA menjadi lebih bermanfaat sebagai alat kontrol.

Selain memiliki keunggulan, FVA juga memiliki kelemahan. Menurut Iramani dan Febrian (2005:6), kelemahan dari FVA yaitu Dibanding EVA, FVA kurang praktis

dalam mengantisipasi fenomena bilaperusahaan (proyek) menjalankan investasi baru di tengah-tengah masa investasi yang diperhitungkan. EVA akan merefleksikan situasi ini melalui peningkatan aset dan sumber daya yang terlibat dalam perusahaan atau proyek. Kelemahan FVA tersebut dapat ditanggulangi dengan merancang ulang definisi konsep *Equivalent Depreciation* menjadi akumulasi *Equivalent Depreciation* dari berbagai investasi yang dijalankan, kemudian setiap elemen investasi tersebut masing-masing dihubungkan lama masa investasi secara individual. *Equivalent Depreciation* individual merupakan jumlah dari masing-masing nilai investasi awal yang terdiskonto oleh jumlah tahun dan tingkat diskonto terkait masing-masing investasi.

## METODE

Jenis penelitian ini termasuk dalam kategori penelitian rancangan riset konklusif deskriptif karena penelitian ini menggambarkan keadaan obyek penelitian. Penelitian ini mendeskripsikan kinerja keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk sebelum dan sesudah merger dengan menggunakan metode *Financial Value Added*. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sumber data sekunder yaitu berupa neraca, laporan laba rugi dan laporan arus kas yang diperoleh dari laporan keuangan Bentoel Internasional Investama tahun 2006-2008 dan tahun 2010-2012, dan data lain yang berkaitan, yaitu tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), laporan harga saham dan indeks harga saham gabungan (IHSG) Bentoel Internasional Investama tahun 2006-2008 dan 2010-2012. Populasi dan sampel pada penelitian ini adalah PT Bentoel Internasional Investama Tbk.

Variabel dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk sebelum dan sesudah merger, serta diukur dengan *financial value added* (FVA). *Financial Value Added* (FVA) merupakan metode baru dalam mengukur kinerja dan nilai tambah perusahaan. Metode ini mempertimbangkan kontribusi dari fixed assets dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan.

Langkah-langkah perhitungan FVA adalah sebagai berikut (Iramani dan Febrian, 2005): Pertama, menghitung NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*). NOPAT merupakan laba operasi perusahaan setelah pajak dan mengukur laba yang diperoleh perusahaan dari operasi berjalan. Menurut Bringham dan Houston (2006:69), NOPAT dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} (1-t)$$

Dimana: t = tax atau pajak  
Kedua, menghitung depresiasi. Depresiasi atau penyusutan adalah sebagian dari harga perolehan aktiva tetap yang secara sistematis dialokasikan menjadi biaya tetap periode akuntansi (Baridwan, 2004:305). Ketiga, menghitung ED (*Equivalent Depreciation*). Menurut Iramani dan Febrian (2005), ED merupakan nilai sekarang (*Present Value*) dari penyusutan. Sehingga ED dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{ED} = \text{PV Depresiasi} = \frac{\text{depresiasi}}{1+WACC}$$

WACC dapat dihitung dengan rumus

$$\text{WACC} = W_d \cdot K_d (1 - t) + W_s \cdot K_s$$

$$W_d = \frac{\text{hutang jangka panjang}}{\text{Total modal}}$$

$$W_s = \frac{\text{Total modal saham}}{\text{Total modal}}$$

Dimana:

WACC = Biaya modal rata – rata tertimbang

$W_d$  = Proporsi hutang jangka panjang dalam struktur modal

$K_d$  = Cost of debt

$W_s$  = Proporsi saham biasa dalam struktur modal

$K_s$  = Tingkat pengembalian yang diinginkan investor

t = Pajak

Keempat, menghitung FVA. Secara sistematis pengukuran FVA dinyatakan sebagai berikut (Iramani, 2005: 7) :

$$FVA = NOPAT - (ED - D)$$

Dimana :

FVA = *Financial Value added*

NOPAT = *Net Operating Profit After Taxes*

ED-D = *Equivalent Depreciation – Depreciation*.

## HASIL

**Tabel 1 Perhitungan FVA**

Tahun	FVA	Rata-rata
2006	147.709.469.291	
2007	246.721.552.298	213.886.379.749
2008	247.228.117.658	
2010	222.283.450.458	
2011	310.797.519.431	5.142.417.291
2012	-517.653.718.017	

Sumber: Laporan keuangan tahunan, IHSG, BI rate, diolah

Dari perhitungan diatas, dapat disimpulkan bahwa nilai FVA perusahaan setiap tahunnya bersifat fluktuatif. FVA terendah terjadi pada tahun 2012 sebesar Rp - 517.653.718.017. Sementara FVA tertinggi terjadi pada tahun 2011 yaitu sebesar Rp 310.797.519.431. Dari data diatas dapat diketahui bahwa nilai FVA selama periode penelitian sesudah melakukan merger mengalami penurunan, dimana nilai rata-rata FVA berada pada Rp 5.142.417.291. Nilai FVA ini jauh lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata nilai FVA sebelum merger yaitu sebesar Rp 213.886.379.749. Penurunan nilai FVA ini disebabkan

oleh NOPAT pada tahun 2012 yang mengalami penurunan yang cukup signifikan dibandingkan NOPAT tahun-tahun sebelumnya. Penurunan NOPAT pada tahun 2012 membuat nilai rata-rata NOPAT sesudah merger lebih kecil dibandingkan sebelum merger.

Nilai FVA yang positif memiliki arti bahwa telah terjadi nilai tambah finansial bagi perusahaan dan bagi para pemegang saham atau investor. FVA yang positif terjadi karena laba perusahaan dan depresiasi (NOPAT+D) dapat menutupi *Equivalent depreciation*. Sedangkan nilai FVA yang negatif memiliki arti bahwa belum terjadi nilai tambah finansial perusahaan dan bagi pemegang saham atau investor. FVA negatif terjadi karena laba perusahaan dan depresiasi (NOPAT+D) tidak dapat menutupi *Equivalent depreciation*.

Rata-rata nilai FVA sesudah melakukan merger mengalami penurunan, artinya nilai tambah finansial yang dihasilkan oleh perusahaan sebagai akibat dari aktivitas atas strategi manajemen (melakukan merger) mengalami penurunan jika dibandingkan dengan nilai rata-rata FVA sebelum melakukan merger. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan belum mampu menciptakan kontribusi aset tetap yang maksimal sehingga dapat memperoleh keuntungan yang maksimal bagi perusahaan dan para investor, ini artinya bahwa merger yang dilakukan oleh PT Bentoel Internasional Investama Tbk belum mendapatkan suatu sinergi atas penggabungan usaha yang dilakukan serta belum mampu menciptakan nilai tambah finansial bagi perusahaan. Dengan menurunnya rata-rata nilai FVA sesudah merger menunjukkan bahwa tujuan dari perusahaan untuk meningkatkan nilai tambah finansial belum tercapai.



## PEMBAHASAN

### Perbedaan Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dengan Menggunakan *Financial Value Added* (FVA)

*Financial Value Added* (FVA) merupakan metode baru dalam mengukur kinerja dan nilai tambah perusahaan. Metode ini mempertimbangkan kontribusi dari fixed assets dalam menghasilkan keuntungan bersih perusahaan. FVA adalah selisih antara laba operasi setelah pajak (NOPAT) dengan *equivalent depreciation* setelah dikurangi dengan penyusutan. Berdasarkan hasil perhitungan *financial value added* (FVA),

Nilai FVA bersifat fluktuatif selama periode penelitian. Nilai rata-rata FVA sebelum melakukan merger sebesar Rp 213.886.379.749, sedangkan nilai rata-rata FVA setelah melakukan merger mengalami penurunan yang cukup besar yaitu sebesar Rp 5.142.417.291. Penurunan nilai FVA ini disebabkan oleh rata-rata nilai NOPAT PT Bentoel Internasional Investama Tbk sesudah merger mengalami penurunan dibandingkan sebelum merger.

Sebenarnya sesudah melakukan merger nilai nopat tahun 2010-2011 mengalami kenaikan, hanya saja NOPAT pada tahun 2012 mengalami penurunan yang sangat besar hingga NOPAT bernilai negatif. NOPAT pada tahun 2012 bernilai negatif dikarenakan EBIT yang merupakan komponen pembentuk NOPAT juga mengalami nilai yang negatif yaitu sebesar Rp -428.369.000.000, EBIT yang negatif dikarenakan perusahaan pada tahun 2012 mengalami kerugian dikarenakan harga cengkeh pada tahun 2012 mengalami kenaikan yang signifikan yaitu sebesar 200%

dari harga cengkeh di tahun 2011 (Kompas.com). Kenaikan harga cengkeh diakibatkan oleh musim kemarau yang berkepanjangan yang mengakibatkan produksi dari cengkeh mengalami penurunan, hal ini membuat harga cengkeh melonjak tajam. Kelompok yang paling terkena imbas dari kenaikan harga cengkeh ini tidak lain adalah para produsen rokok yaitu industri-industri rokok yang ada di Indonesia. Cengkeh mengambil peran 40% sebagai bahan baku yang dicampurkan dalam setiap batang. Tentu saja, kenaikan dari harga cengkeh yang sangat tinggi tersebut berimbas pada kenaikan beban pokok pendapatan (Laporan tahunan PT Bentoel 2012).

Selain itu, di tahun 2012 penjualan juga menurun dibandingkan tahun 2011 yaitu dari 23.785 juta batang rokok menjadi 19.877 juta batang rokok di tahun 2012 (Laporan tahunan PT Bentoel 2012). Selain kenaikan harga bahan baku dan menurunnya volume penjualan di tahun 2012, penyebab nilai EBIT negatif juga dikarenakan adanya kenaikan tarif cukai rokok yaitu sebesar 16,3%. Kebijakan tarif cukai ini ditetapkan dalam rangka mencapai target penerimaan anggaran pendapatan dan belanja Negara (APBN) tahun 2012 dari sektor cukai hasil tembakau, yang telah disepakati oleh pemerintah dan DPR (Investor daily).

Selain faktor-faktor diatas, nilai EBIT yang negatif juga diakibatkan oleh investasi aset yang dilakukan perusahaan yaitu berupa penambahan kantor, mesin, peralatan. Investasi aset ini dilakukan dalam rangka mempercepat pertumbuhan perusahaan, karena diharapkan dengan penambahan investasi aset tersebut perusahaan lebih bisa memproduksi rokok lebih banyak dan lebih cepat. Investasi aset ini dilakukan ketika perusahaan mengalami kerugian yang diakibatkan oleh kenaikan tarif cukai

rokok, kenaikan harga cengkeh, dan penurunan volume penjualan. Hal ini membuat nilai EBIT semakin mengalami penurunan pada tahun 2012.

Beberapa faktor diatas, juga mempengaruhi nilai rata-rata NOPAT setelah melakukan merger menjadi lebih kecil dibandingkan sebelum melakukan merger. EBIT selama periode penelitian sebelum melakukan merger selalu mengalami nilai yang positif, sedangkan EBIT sesudah melakukan merger juga mengalami nilai yang positif hanya saja di tahun 2012 EBIT mengalami nilai yang negatif yang cukup besar. EBIT yang positif menandakan perusahaan memiliki pendapatan yang lebih besar daripada beban, sedangkan EBIT yang negatif menandakan perusahaan memiliki pendapatan yang lebih kecil dari beban. EBIT yang negatif pada tahun 2012 membuat NOPAT di tahun 2012 menjadi negatif, negatif yang besar di tahun 2012 membuat rata-rata NOPAT setelah merger menjadi lebih kecil dibandingkan sebelum merger.

Komponen lainnya yang juga membentuk FVA adalah depresiasi dan equivalent depreciation (ED). Nilai depresiasi selama periode pengamatan terus menerus mengalami kenaikan, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan memiliki aset tetap yang lebih banyak atau dengan kata lain, PT Bentoel Internasional Investama melakukan pembelian aset-aset tetap selama periode penelitian. Naiknya nilai depresiasi sepanjang periode pengamatan berdampak pada naiknya nilai ED setiap tahunnya selama periode penelitian. Hanya saja pada tahun 2012 nilai ED mengalami penurunan yang tidak signifikan yaitu dari Rp 120.469.456.469 di tahun 2011 menjadi Rp 115.699.313.017 di tahun 2012.

Penurunan nilai ED ini dikarenakan komponen pembentuk

ED yang lain yaitu WACC, besarnya nilai WACC pada tahun 2012 yaitu sebesar 13.54%. Peningkatan WACC pada tahun 2012 disebabkan oleh adanya peningkatan kewajiban yang menanggung bunga dan ekuitas karena merger membutuhkan biaya yang besar serta pada tahun tersebut harga cengkeh mengalami kenaikan yang signifikan yang membuat perusahaan harus mengeluarkan pembiayaan yang besar. Salah satu yang bisa dilakukan perusahaan untuk memperoleh pembiayaan adalah dengan memperoleh pembiayaan dari investor, sehingga kewajiban atas bunga dan ekuitas perusahaan semakin besar.

Tidak adanya perbedaan kinerja keuangan sebelum dan sesudah melakukan merger yang tercermin melalui penurunan nilai FVA, menunjukkan bahwa merger yang dilakukan oleh PT Bentoel Internasional Investama Tbk dengan PT British American Tobacco Indonesia dapat dikatakan belum berhasil dan tidak menghasilkan nilai tambah financial yang lebih tinggi dibandingkan dengan sebelum melakukan merger. Belum berhasilnya perusahaan melakukan merger antara lain karena perusahaan tidak benar-benar mempersiapkan merger dengan baik, tidak melakukan audit sebelum merger, selain itu perusahaan melakukan merger dengan perusahaan tembakau, dimana setelah merger harga cengkeh dan tembakau justru mengalami kenaikan yang juga berimbas pada menurunnya kinerja perusahaan hasil merger.

Dengan menurunnya kinerja perusahaan setelah melakukan merger, maka tujuan dari merger PT Bentoel Internasional Investama Tbk yaitu untuk memperkuat bisnis rokoknya tidak dapat tercapai. Artinya merger belum dapat memberi keuntungan lebih (sinergi) pada perusahaan, yang ditunjukkan oleh

menurunnya kinerja perusahaan setelah merger. Merger dengan perusahaan bahan baku diharapkan dapat mempermudah perusahaan untuk memenuhi kebutuhan bahan baku dalam perusahaannya sendiri, namun kenyataannya merger justru membuat beban pokok penjualan meningkat dikarenakan meningkatnya harga bahan baku rokok dan bertambahnya beban-beban yang lain yang timbul karena aktivitas merger.

Penelitian ini mendukung penelitian Hadiningsih (2007), yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja satu tahun sebelum dan satu tahun sesudah melakukan akuisisi. Tidak terdapat perbedaan kinerja disebabkan oleh lemahnya strategi yang dilakukan, pemilihan perusahaan target yang kurang tepat, perusahaan kurang berpengalaman melakukan akuisisi dan adanya faktor non ekonomis yaitu menyelamatkan perusahaan dari kebangkrutan. Penelitian ini juga didukung oleh penelitian Payamta dan Setiawan (2004) bahwa merger dan akuisisi tidak memberikan sinergi pada perusahaan dan tidak mencapai motif ekonomi.

## KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa: kinerja keuangan PT Bentoel Internasional Investama Tbk yang diukur dengan metode FVA menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan yang ditunjukkan oleh menurunnya nilai FVA sesudah melakukan merger. Tidak adanya perbedaan disebabkan oleh menurunnya rata-rata nilai NOPAT dan meningkatnya nilai depresiasi dan rata-rata nilai *equivalent depreciation* sesudah melakukan merger. Dengan menurunnya nilai FVA sesudah melakukan merger, maka

perusahaan tidak mendapatkan keuntungan lebih (sinergi) atas merger yang dilakukan. Hal ini juga berarti bahwa tujuan dari merger PT Bentoel Internasional Investama Tbk yaitu untuk memperkuat bisnis rokok belum bisa tercapai.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Buku 2. Edisi Kesepuluh. Jakarta: Salemba Empat.
- Baridwan, Zaki. 2004. *Intermediate Accounting*. Edisi Kedelapan. Yogyakarta: BPFE.
- Hadiningsih, Murni. 2007. Analisis Dampak Jangka Panjang Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Pengakuisisi dan Perusahaan Diakuisisi di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi* diterbitkan. Yogyakarta.
- Hanafi, Mamduh dan Halim, Abdul. 2005. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi kedua. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2012. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Iramani, Rr dan Febrian, Erie. 2005. *Financial Value Added: Suatu Paradigma dalam Pengukuran Kinerja dan Nilai tambah Perusahaan*. *Jurnal Akuntansi Keuangan, (online)* 7 (1):1-10.
- Maholtra, Naresh K. 2009. *Riset Pemasaran: Pendekatan terapan*. Edisi keempat jilid 1. Jakarta: PT. Indeks Kelompok Gramedia.
- Moin, Abdul. 2007. *Merger, Akuisisi dan Divestasi Jilid 1*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Mulyadi. 2001. *Akuntansi Manajemen: Konsep, Manfaat,*

- dan Rekayasa. Edisi 3. Yogyakarta: Bagian Penerbitan STIE YKPN.
- Munawir, S. 2004. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: Liberti.
- Novaliza, Putri dan Atik, Djajanti. Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia (Periode 2004 - 2011). *Jurnal Akuntansi Keuangan*, (online), 1 (1):1-16.
- Payamta dan Setiawan, Doddy. 2004. Analisis Pengaruh Merger dan Akuisisi Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 7 (3):4-5.
- Poposki, Klime. 2007. *Merger Activity in the Insurance Industry. Economics and Organization*, (online), 4 (2):161-171.
- Riyanto, Bambang. 2010. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: UGM.
- Rodriguez S., Alfonso. 2002. Financial Value Added.
- Sudana, Made. 2010. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Erlangga.
- Viverita. 2008. *The Effect of Mergers on Bank Performance: Evidence from Bank Consolidation Policy in Indonesia*.
- Zulvina, Rakhmi Ayu. 2010. Analisa Perbandingan Kinerja Keuangan Sebelum dan Sesudah Merger dengan Metode *Economic Value Added* (EVA) dan *Market Value Added* (MVA) pada PT Unilever Indonesia Tbk. Skripsi tidak diterbitkan. Surabaya: UNESA.